

Monitoring centrálních bank

III/2024



ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

Česká národní banka — Monitoring centrálních bank — III/2024

V tomto čísle

Inflace se ve sledovaných zemích pohybuje již v blízkosti inflačních cílů jednotlivých centrálních bank, byť ve většině případů cíle stále mírně přesahuje. ECB po červencové pauze v září znovu snížila své úrokové sazby a k jejich snížení přistoupila i většina dalších sledovaných centrálních bank. Beze změny ponechaly sazby v uplynulých třech měsících pouze norská NB, polská NBP a také americký Fed – ten však již avizoval jejich brzký pokles. Japonsko postupně zpřísňuje svou stále uvolněnou měnovou politiku, když Bank of Japan zvýšila sazby a zároveň snížila objem nakupovaných vládních dluhopisů. ECB a Evropská komise vydaly své Konvergenční zprávy – Bulharsko, které usiluje o vstup do eurozóny, podle nich neplní maastrichtské kritérium cenové stability, takže prozatím ještě eurozónu nerozšíří.

Téma pod lupou se věnuje izraelské centrální bance, která od loňského října čelí ekonomickým důsledkům války Izraele s hnutím Hamás. Vedle samotných kroků centrální banky v posledních měsících se článek věnuje i dlouhodobému vývoji izraelského měnověpolitického rámce a reakcím Bank of Israel na covidovou pandemii a nedávnou inflační vlnu. Ve vybraném projevu se předseda newyorského Fedu John C. Williams zabývá přirozenou úrokovou mírou, tzv. r^* , a diskutuje, zda na základě dostupných modelových odhadů došlo v posledních letech k jejímu nárůstu.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i seznam všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Vojtěch Molnár (editor), Petr Kaštánek a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 12. září 2024.

Obsah

I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK	4
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ	7
III. TÉMA POD LUPOU: IZRAELSKÁ MĚNOVÁ POLITIKA – HISTORIE A SOUČASNOST	9
IV. VYBRANÝ PROJEV: JOHN C. WILLIAMS: r^* – GLOBÁLNÍ PERSPEKTIVA	14

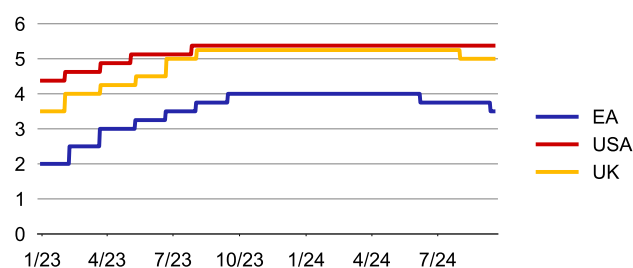
I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

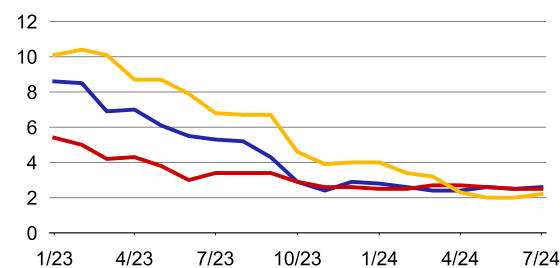
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
inflační cíl	2 % (HICP)	2 % (PCE) ¹	2 % (CPI)
poslední inflace	2,2 % (8/2024, flash)	2,5 % (7/2024) ¹	2,2 % (7/2024)
aktuální klíčová sazba	3,50 %	5,25–5,50 % ²	5,00 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	18. července (0,00) 12. září (-0,25)	12. června (0,00) 31. července (0,00)	20. června (0,00) 1. srpna (-0,25)
očekávaná MP rozhodnutí	17. října 12. prosince	17.–18. září 6.–7. listopadu	19. září 7. listopadu

Poznámka: ¹ index PCE (Personal Consumption Expenditures); ² v grafu zobrazen střed pásma.

Klíčové úrokové sazby



Inflace



ECB v září snížila své úrokové sazby o 25 b. b., na úroveň 3,50 % v případě depozitní sazby a deklarovala odhodlání udržet sazby na dostatečně restriktivní úrovni tak dlouho, jak bude nutné pro dosažení 2% cíle. Jak již bylo dříve avizováno, s účinností od 18. září dojde ke snížení spreadu mezi klíčovou depozitní sazbou a mezi sazbou pro hlavní refinanční operace (MRO) na 15 b. b. Inflace v srpnu podle předběžného odhadu dosáhla 2,2 %, nicméně se očekává, že ke konci tohoto roku opět vzroste, protože z meziročního srovnání vypadne loňský pokles cen energií. Mzdy stále rostou zvýšeným tempem, přesto se však napětí na trhu práce snižuje a zisky firem do jisté míry vliv rychlého mzdového růstu tlumí. Prognóza inflace ECB zůstává oproti červnu nezměněna a inflace podle ní bude letos v průměru činit 2,5 %, v příštím roce 2,2 % a v 2026 1,9 %. Mírně se však zvýšila prognóza jádrové inflace, která by měla letos činit 2,9 % a v příštích letech postupně klesat ke 2 %. Vlivem slabšího než dříve očekávaného příspěvku domácí poptávky byl snížen odhad ekonomického růstu v eurozóně, a to na letošních 0,8 %, 1,3 % v roce příštím a 1,5 % v roce 2026. Eurosystem již nereinvestuje všechny splátky jistin splatných cenných papírů v rámci programu PEPP a nadále snižuje své PEPP portfolio průměrným tempem 7,5 mld. EUR měsíčně. Na konci letošního roku budou reinvestice ukončeny kompletně.

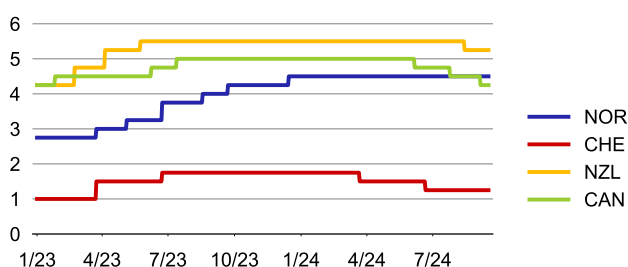
Fed na posledních dvou zasedáních ponechal pásmo pro hlavní úrokovou sazbu na úrovni 5,25–5,50 %. Šéf Fedu J. Powell ve svém srpnovém projevu v Jackson Hole prohlásil, že nastal čas pro změnu měnové politiky, mimo jiné v kontextu informací ohledně ochlazování pracovního trhu v USA. Mimo to Fed pokračuje ve snižování objemu své bilance. Americká ekonomika ve druhém čtvrtletí tohoto roku posílila svůj růst na 3 %. Nezaměstnanost vzrostla, ovšem nikoliv z důvodu většího propouštění, ale z důvodu významného nárůstu nabídky pracovníků. Inflace v posledních měsících mírně poklesla na červencových 2,5 %. Podle červnové prognózy FOMC reálný HDP letos vzroste o 2,1 %, inflace PCE bude 2,6 % a jádrové ceny vzrostou o 2,8 %.

BoE v srpnu snížila svou základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na úroveň 5 %. Podle BoE je vhodné mírně snížit restriktivnost měnové politiky, neboť dopad dřívějších externích šoků odezněl a nastalo určité zmírnění rizik spojených s perzistencí inflace. Ačkoliv růst HDP byl oproti očekáváním silnější, restriktivní nastavení měnové politiky nadále brzdí aktivitu v reálné ekonomice, což vede k uvolněnějšímu trhu práce a snižování inflačních tlaků. Inflace byla v květnu i červnu přesně na inflačním cíli. BoE však očekává, že v druhé polovině roku vzroste na úroveň okolo 2,8 %, neboť loňský pokles cen energií vypadne z výpočtu meziroční inflace, což zřetelněji odhalí přetrvávající domácí inflační tlaky.

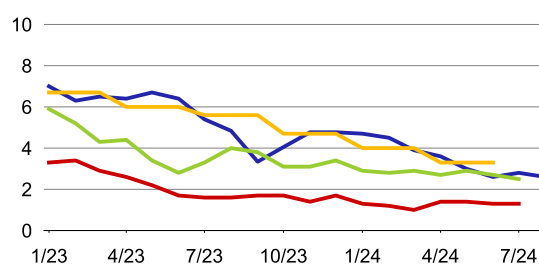
I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
inflační cíl	2 % (CPI)	0–2 % (CPI)	2 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	2,6 % (8/2024)	1,3 % (7/2024)	3,3 % (2Q 2024)	2,5 % (7/2024)
aktuální klíčová sazba	4,50 %	1,25 %	5,25 %	4,25 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	20. června (0,00) 15. srpna (0,00)	20. června (-0,25)	10. července (0,00) 14. srpna (-0,25)	24. července (-0,25) 4. září (-0,25)
očekávaná MP rozhodnutí	19. září 7. listopadu	26. září 12. prosince	9. října 27. listopadu	23. října 11. prosince

Klíčové úrokové sazby



Inflace



NB ponechala úrokové sazby nezměněny na úrovni 4,5 % a na posledním zasedání v srpnu komunikovala zachování sazeb na této úrovni i v blízké budoucnosti. Zvýšené úrokové sazby přispěly ke zchlazení ekonomiky, jejíž růst je nyní slabý. Inflace v Norsku v srpnu dosáhla 2,6 %, ale její další pokles bude zpomalen nárůstem nákladů podniků. Stavební průmysl očekává pokračující pokles aktivity. Prodeje nového bydlení se odrazily z nízkých hodnot, ale pravděpodobně bude trvat nějakou dobu, než se investice do bydlení začnou opět zvyšovat. Na sekundárním trhu ceny nemovitostí nadále rostly a byly vyšší, než se očekávalo.

SNB na červnovém zasedání opět snížila svou základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 1,25 %. Pokud to bude nutné, je SNB i nadále ochotna být aktivní na devizovém trhu. Inflace během druhého čtvrtletí mírně vzrostla, za čímž stálo zdražování nájmu, turistických služeb a ropných produktů. Celkově je inflace ve Švýcarsku tažena především růstem cen domácích služeb. Inflace se dle aktuální (červnové) prognózy bude v tomto i příštím roce nacházet mírně nad 1 % a růst švýcarského HDP letos dosáhne 1 %. V tomto prostředí bude nezaměstnanost i nadále postupně růst a využití výrobních kapacit se bude mírně snižovat. Ve střednědobém horizontu se ekonomická aktivita bude postupně zlepšovat vlivem silnější zahraniční poptávky.

RBNZ v srpnu snížila svou základní úrokovou sazbu o 25 b. b. na 5,25 %. Inflace na Novém Zélandu ve druhém čtvrtletí klesla na 3,3 % a ve třetím čtvrtletí se očekává její pokles do blízkosti středu cílového pásma 1–3 %, kde má v dohledné budoucnosti setrvat. Za poklesem inflace stojí zejména nižší inflace v segmentu obchodovatelných statků. Výbor si však není jistý perzistencí domácí inflace, stejně jako výhledem potenciálního produktu vzhledem k nízkému růstu produktivity, což může tlumit tlaky na pokles inflace.

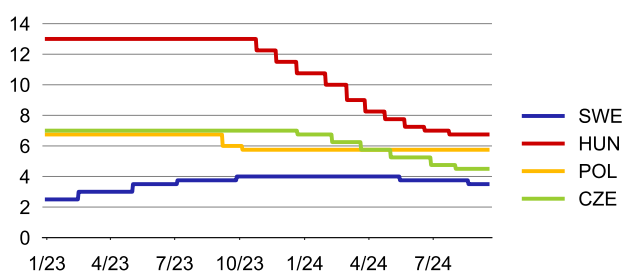
BoC na svých zasedáních v červenci a září snížila svou úrokovou sazbu v souhrnu o 50 b. b. na 4,25 %. Inflaci táhne dolů přebytek nabídky a celková slabost kanadské ekonomiky, ale opačným směrem působí zvyšování cen v sektoru obydlí a některých jiných služeb, ačkoliv se v poslední době tyto cenové tlaky mírně zmírnily. Ve druhém čtvrtletí kanadská ekonomika rostla lehce rychleji, než očekávala červencová prognóza BoC, a to zejména za přispění vládních výdajů a podnikových investic. Nezaměstnanost za poslední rok vzrostla na 6,4 % a je soustředěna mezi mladými a pracovníky nově přichozími ze zahraničí. BoC očekává, že takto uvolněný pracovní trh zpomalí mzdový růst, který zatím zůstává v poměru k růstu produktivity zvýšený. Inflace bude v příštích měsících dále klesat. S přibližováním inflace k cíli bude BoC muset více brát v potaz riziko, že ekonomika bude příliš slabá a inflace příliš klesne.

I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

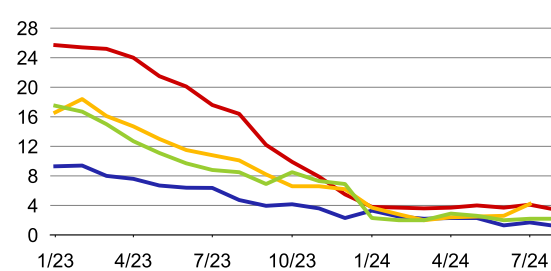
	Švédsko (Riksbank)	Maďarsko (MNB)	Polsko (NBP)	Česko (ČNB)
inflační cíl	2 % (CPIF) ¹	3 % (CPI)	2,5 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	1,2 % (8/2024) ¹	3,4 % (8/2024)	4,2 % (7/2024)	2,2 % (8/2024)
aktuální klíčová sazba	3,50 %	6,75 %	5,75 %	4,5 %
zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)	27. června (0,00) 20. srpna (-0,25)	18. června (-0,25) 23. července (-0,25) 27. srpna (0,00)	3. července (0,00) 4. září (0,00)	27. června (-0,50) 1. srpna (-0,25)
očekávaná MP rozhodnutí	25. září 7. listopadu	24. září 22. října 19. listopadu	1.–2. října 5.–6. listopadu 3.–4. prosince	25. září 7. listopadu

Poznámka: ¹ CPIF (index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu).

Klíčové úrokové sazby



Inflace



Riksbank v srpnu snížila svou úrokovou sazbu o 25 b. b. na 3,50 %. Inflace pokračuje v poklesu, dlouhodobá inflační očekávání signalizují silnou důvěru v inflační cíl a růst mezd je umírněný. Indikátory jako index cen výrobců či cenové plány firem dále implikují, že cenové tlaky jsou v souladu s inflačním cílem. Mimo to, nové informace indikují, že výhled ekonomického růstu ve Švédsku je poněkud nižší oproti poslední prognóze publikované v červnu. S přihlédnutím k těmto okolnostem Výkonná rada na srpnovém zasedání připustila, že úroková sazba může být snižována rychleji, než s čím počítala červnová prognóza. Pokud výhled inflace zůstane stejný, může být základní úroková sazba v tomto roce snížena ještě dvakrát nebo třikrát.

MNB v červnu a červenci snížila základní úrokovou sazbu v souhrnu o 50 b. b. na 6,75 %, v srpnu sazby ponechala beze změny. Inflace se v srpnu vrátila do tolerančního pásma na 3,4 %, a to zejména z důvodu zpomalení dynamiky cen pohonných hmot, které odrážely efekt vyšší srovnávací základny ze srpna loňského roku. Jádrová inflace mírně poklesla na 4,6 %. Dezinflace v sektoru služeb zůstává pomalá, proto centrální banka tomuto sektoru věnuje zvýšenou pozornost. Inflační očekávání domácností oproti předchozímu měsíci mírně poklesla, zůstávají však zvýšená. MNB očekává, že inflace bude v příštích měsících fluktuovat blízko horní hranice tolerančního pásma, zatímco jádrová inflace koncem roku dočasně vystoupá k 5 %.

NBP ponechala svou referenční úrokovou sazbu nezměněnou na 5,75 %. V Polsku pokračuje postupné hospodářské oživení. Růst HDP byl pozitivně ovlivněn růstem spotřebitelské poptávky, proti ní však působí pokles ve stavitelství a montážní výrobě. Nezaměstnanost zůstává nízká a počet pracujících vysoký, ačkoliv zaměstnanost v sektoru podniků byla v červenci meziročně nižší. Mzdový růst je nadále zvýšený. Inflace v červenci vzrostla z titulu růstu regulovaných cen za přenos energie, který by měl inflaci ovlivňovat i v příštích měsících, a růstu cen potravin a nealkoholických nápojů. Jakmile tyto vlivy vyprchají, inflace by se měla vrátit ke střednědobému cíli. Podle NBP jsou celkové cenové tlaky navzdory ekonomickému ožívování poměrně nízké a růst spotřebitelských cen je tlumen posilováním zlotého. Přesto banka spatřuje jisté inflační tlaky ve značném mzdovém růstu, mimo jiné ve veřejném sektoru.

ČNB snížila 2T repo sazbu v červnu a srpnu v souhrnu o 75 b. b. na 4,50 %. Letní prognóza ČNB implikuje mírný pokles krátkodobých tržních sazeb. Současně očekává, že inflace zůstane v blízkosti 2% cíle na celém horizontu prognózy, tj. do konce roku 2026. Jádrová inflace dle prognózy taktéž zůstane v blízkosti inflačního cíle. Napětí na tuzemském trhu práce polevuje jen pozvolna a svižný růst nominálních i reálných mezd vede k zotavování minulou inflací potlačené kupní síly zaměstnanců. Růst HDP letos v průměru dosáhne 1,2 % a dále zrychlí na 2,8 % v příštím roce a 2,4 % v roce 2026. K tomu přispěje rostoucí spotřeba domácností podpořená svižným růstem reálných mezd a obnovený růst celkových investic. Naproti tomu bude růst ekonomické aktivity tlumen čistým vývozem.

II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

Bank of Japan zvýšila sazby a omezuje nákupy vládních dluhopisů

Japonská BoJ na svém [červencovém zasedání](#) zvýšila svou hlavní měnověpolitickou sazbu z pásma 0–0,1 % na 0,25 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2008. Po dvou zasedáních bez změny sazeb tak nyní navázala na první zvýšení sazeb v březnu letošního roku. BoJ avizovala, že v případě naplňování červencové prognózy bude ve zvyšování sazeb pokračovat. Centrální banka na červencovém zasedání rovněž oznámila podrobnosti k plánu omezovat nákupy japonských vládních dluhopisů. Ty dosud nakupovala zhruba v objemu 6 bil. JPY měsíčně, tento objem však bude postupně snižovat tempem zhruba 400 mld. JPY v každém čtvrtletí a v prvním čtvrtletí roku 2026 by tak měl měsíční objem nákupů dosahovat přibližně 3 bil. JPY. Proces snižování objemu nákupů si BoJ vyhodnotí na svém zasedání v červnu příštího roku, kdy by v případě potřeby mohla svůj současný plán upravit a rovněž by měla oznámit plán nákupů dluhopisů na období od druhého čtvrtletí 2026. I přes tato dílčí zpřísnění však zůstává japonská měnová politika i nadále akomodativní.

BoE připravila nástroj na podporu nebankovních institucí pro případ nefunkčnosti dluhopisového trhu

Bank of England [představila instrument](#), skrze který může nebankovním finančním institucím – konkrétně penzijním fondům, pojišťovnám a tzv. LDI (*liability-driven investment*) fondům – poskytovat krátkodobé financování oproti zajištění v podobě státních dluhopisů (giltů). Nástroj bude připravený od čtvrtého čtvrtletí letošního roku, dostupný však nebude automaticky, ale pouze po jeho aktivaci ze strany BoE v případě závažného poškození fungování dluhopisového trhu. Centrální banka tímto krokem reaguje na události z podzimu 2022, kdy se v souvislosti s nedostatkem likvidity na trhu s giltly dostaly právě penzijní a LDI fondy do problémů a ohrožovaly stabilitu finančního systému ve Spojeném království (blíže viz [Téma pod lupou v Monitoringu centrálních bank z prosince 2022](#)).

Závěry Konvergenčních zpráv zatím Bulharsko do eurozóny nepustí

V červnu byly publikovány Konvergenční zprávy [Evropské komise](#) (EK) a [ECB](#) (každá instituce publikuje svou vlastní Konvergenční zprávu – jedná se tedy o dva různé dokumenty, ačkoli bývají publikovány současně a při jejich přípravě probíhají mezi oběma institucemi vzájemné konzultace). Konvergenční zprávy jednou za dva roky hodnotí připravenost států EU mimo eurozónu na přistoupení do měnové unie (výjimkou je Dánsko, které má vyjednáno trvalou výjimku na zavedení eura, a tedy není ani hodnoceno – zprávy se tak věnují šesti zemím).

V letošních zprávách se projevují dozvuky nedávné inflační vlny, v jejímž důsledku většina hodnocených zemí stále neplnila kritérium cenové stability. Letošní zprávy obou institucí se přitom od sebe liší svým přístupem k určení referenční hodnoty pro hodnocení tohoto kritéria. Referenční hodnota je určena na základě průměru inflace ve třech zemích EU s nejlepšími výsledky v oblasti cenové stability – za ty jsou považovány země s nejnižší inflací, ovšem po vyloučení tzv. *outliers*, což jsou země, které mají oproti jiným členským státům výrazně nižší inflaci a jejichž cenový vývoj je významně ovlivněn mimořádnými faktory. Zatímco EK v letošní zprávě řadí mezi *outliers* Dánsko, Finsko a Belgie, v případě zprávy ECB se jedná pouze o Finsko. To vede k vyšší referenční hodnotě ve zprávě EK, díky čemuž kritérium cenové stability splnilo Švédsko, zatímco podle zprávy ECB přesahovala inflace referenční hodnotu ve všech hodnocených zemích.

Pokud jde o ostatní kritéria, Evropská komise navrhla zahájení postupu při nadměrném schodku (který znamená neplnění kritéria stavu veřejných financí) pro Maďarsko a Polsko, přičemž Rumunsko je tomuto postupu vystaveno již od roku 2020. Ve stejných třech zemích zároveň dlouhodobé úrokové sazby přesahovaly stanovenou referenční hodnotu. Jedinou zemí účastnicí se mechanismu ERM II bylo Bulharsko, které dle hodnocení EK splnilo kurzové kritérium. Bulharsko je také jedinou zemí, u níž byla kladně vyhodnocena slučitelnost právních předpisů. Právě Bulharsko je rovněž jedinou z hodnocených zemí, která v současnosti aktivně usiluje o vstup do eurozóny – vzhledem k nesplnění kritéria cenové stability však musí svůj vstup prozatím odložit.

Švýcarskou SNB čekají změny ve vedení

Švýcarská centrální banka [oznámila](#), že novým předsedou Rady guvernérů se stane Martin Schlegel, její dosavadní místopředseda. Od 1. října tak nahradí ve funkci Thomase Jordana, jenž již dříve avizoval svoji rezignaci na tuto pozici, kterou zastával 12 let. Dosavadní člen Rady guvernérů Antoine Martin se posune do funkce místopředsedy a zbývající místo v tříčlenné Radě guvernérů zaujme Petra Tschudin (dříve Gerlach), dosavadní členka širšího vedení SNB.

Čínská PBC reformuje svůj měnověpolitický rámec

Guvernér čínské centrální banky Pan Gongsheng ve svém červnovém [projevu](#) avizoval změny v tamním měnověpolitickém režimu. PBC chce postupně snižovat své zaměření na objemové nástroje a ukazatele a více upřednostňovat nástroje cenové. Mezi nimi by měl být zdůrazněný význam sedmidenní reverzní repo sazby jakožto hlavní měnověpolitické sazby PBC, zatímco role ostatních sazeb by měla klesnout. Guvernér PBC rovněž předeslal zúžení v současnosti poměrně širokého úrokového koridoru pro krátkodobé sazby. Mezi své měnověpolitické nástroje PBC nově zahrnuje nákupy a prodeje čínských vládních dluhopisů na sekundárním trhu, nejedná se však z jejího pohledu o kvantitativní uvolňování. Dále se centrální banka plánuje věnovat zdokonalení zacílených strukturálních nástrojů. Vedle toho se chce PBC zaměřit i na zvýšení transparentnosti a zlepšení komunikace měnové politiky. V období od guvernérova projevu již PBC začala některé avizované změny postupně implementovat. Zavedla například *overnight* repo a reverzní repo operace, které se odvíjejí od zmíněné sedmidenní reverzní repo sazby v užším pásmu oproti dosavadnímu úrokovému koridoru. Centrální banka také již začala obchodovat s vládními dluhopisy – v srpnu nakupovala dluhopisy s krátkou splatností a prodávala dlouhodobé dluhopisy, přičemž v souhrnu došlo k čistým nákupům v objemu 100 mld. RMB (cca 14,1 mld. USD). Projev čínského guvernéra naopak nenaznačoval podstatné změny ve využívání dvou z významných nástrojů PBC – měnového kurzu a tzv. *window guidance* (pro přehled dosavadního měnověpolitického rámce a měnověpolitických nástrojů v Číně viz [Téma pod lupou z Monitoringu centrálních bank z prosince 2023](#)).

III. TÉMA POD LUPOU: IZRAELSKÁ MĚNOVÁ POLITIKA – HISTORIE A SOUČASNOST

Izrael si od svého vzniku v roce 1948 prošel mnoha bouřlivými epizodami. Významnou roli v nich sehrála izraelská centrální banka (Bank of Israel, BOI), která čelila hned několika výzvám i v posledních letech. Během pandemie reagovala na pokles ekonomické aktivity rozsáhlými stimulačními opatřeními včetně devizových intervencí proti posilování šekelu. Následně vzdorovala inflační vlně, ačkoli ta měla ve srovnání s jinými zeměmi poměrně mírný průběh. V roce 2023 se izraelská ekonomika opět ocitla pod tlakem, tentokrát kvůli justiční reformě a zejména říjnovému vypuknutí války s hnutím Hamás. Centrální banka na nenadálou situaci ihned reagovala a pomocí cílených opatření pomohla válkou zmítané ekonomice se stabilizovat. Tento článek nejprve mapuje cestu Bank of Israel k inflačnímu cílování a popisuje její současný měnověpolitický režim. Poté se zaměřuje na vývoj izraelské ekonomiky během pandemické krize a nedávné inflační vlny. V neposlední řadě se věnuje ekonomickým dopadům probíhajícího válečného konfliktu a zabývá se opatřeními, která centrální banka přijala s cílem stabilizovat finanční trhy a zmírnit bezprostřední dopady války.

Cesta od hyperinflace až k inflačnímu cílování

Od vzniku Izraele v roce 1948 čelila jeho ekonomika dopadům několika válečných konfliktů. Zvláště významná byla jomkipurská válka v říjnu 1973, která odstartovala více než dekádu trvajících období pomalého ekonomického růstu, vysokých rozpočtových schodků a rychle rostoucí inflace. Ta dosáhla svého vrcholu až v roce 1984, kdy v meziročním vyjádření činila téměř 500 %. V reakci na tento vývoj zavedla izraelská vláda počátkem července 1985 komplexní program reform (The Economic Stabilization Plan), který zahrnoval celou řadu fiskálních i měnových opatření, jejichž cílem byla stabilizace hospodářského vývoje.¹ Díky těmto krokům se již od druhé poloviny roku 1986 podařilo meziroční inflaci snížit pod úroveň 20 %, a to při pouze mírném nárůstu míry nezaměstnanosti.

Jak shrnuje Elkayam (2003), součástí tohoto programu byla také stabilizace izraelského šekelu, jehož kurz byl od roku 1986 navázán na koš světových měn dle podílu na zahraničním obchodu. Měnový kurz se tak stal klíčovou nominální kotvou v boji proti vysoké inflaci. Přesto však inflace zůstávala ve srovnání s ostatními zeměmi vysoká, což vyžadovalo časté devalvace měnového kurzu. Ty ovšem oslabovaly schopnost měnového kurzu sloužit jako nominální kotva a vedly ke spekulativním kapitálovým tokům. S cílem zvýšit flexibilitu měnového kurzu bylo od roku 1989 zavedeno flukтуаční pásmo, které bylo v roce 1992 změněno na pásmo umožňující postupnou deprecii kurzu (tzv. crawling band). Spolu s tím byl vyhlášen první inflační cíl v rozpětí 14–15 %. Význam kurzu jako měnověpolitické kotvy se od té doby postupně snižoval. V roce 1997 bylo flukтуаční pásmo podstatně rozšířeno, a Bank of Israel tak již nemusela soustavně intervenovat na jeho obranu.² Měnový kurz začal být určován tržními silami, čímž se klíčovou kotvou měnové politiky stal inflační cíl a úroková sazba představuje hlavní nástroj k jeho plnění.

Inflační cíl se postupem času snižoval, přičemž v některých letech byl definován jako bodový cíl, zatímco v jiných letech jako cílované rozpětí o šířce jednoho až tří procentních bodů (Bank of Israel, 2007). Postupné snižování inflačního cíle bylo součástí dezinflačního procesu a do jisté míry představovalo oportunistický přístup, kdy byl vyhlášený cíl pro následující rok obvykle stanoven poblíž úrovně pozorované inflace v době stanovování cíle. To znamenalo, že postupná dezinflace byla následována postupným snižováním inflačních cílů, které byly většinou stanovovány pouze pro následující rok. Až v roce 2000 izraelská vláda s předstihem rozhodla o dalším poklesu inflačního cíle pro roky 2001 a 2002, přičemž od roku 2003 bylo pro meziroční změnu indexu spotřebitelských cen (CPI) stanoveno cílované rozpětí ve výši 1–3 %. Od té doby dochází také k průběžnému vyhodnocování plnění inflačního cíle v každém měsíci, na rozdíl od dřívějšího vyhodnocování za celý kalendářní rok.

V březnu 2008 začala Bank of Israel po více než deseti letech znovu intervenovat ve směru oslabení šekelu. Rozhodnutí bylo učiněno v důsledku jeho prudkého a nefundamentálního posilování, k němuž docházelo od druhé poloviny roku 2007. To poskytlo centrální bance příležitost k navýšení devizových rezerv, jejichž podíl na HDP byl na nízké úrovni. Centrální banka uvedla, že během dvou let plánuje navýšit devizové rezervy o 10 mld. USD prostřednictvím pravidelných nákupů v průměrném objemu 25 mil. USD za obchodní den, který byl později navýšen na 100 mil. USD. Závazek byl ukončen v srpnu 2009, kdy devizové rezervy dosáhly 54 mld. USD (30 % HDP). Centrální banka na devizovém trhu zůstala přítomna i nadále, avšak o intervencích rozhodovala již diskrečně. Další intervenční program byl spuštěn v květnu 2013 na vyrovnání apreciačních tlaků plynoucích ze zahájení těžby zemního plynu. Zejména v důsledku intervenční aktivity vzrostl

1 Podrobněji se příčinám hyperinflace a přijatým stabilizačním opatřením věnuje např. Kreis (1989).

2 Flukтуаční pásmo měnového kurzu bylo formálně zrušeno až v červnu 2005. Do té doby docházelo k jeho postupnému rozšiřování, čímž se stalo natolik široké, že Bank of Israel nemusela zasahovat na jeho ochranu, a pásmo tak pozbylo svého významu.

[objem devizových rezerv](#) od března 2008 z 29,5 mld. USD na 213 mld. USD v prosinci 2021, kdy dosáhl svého vrcholu. Ve vztahu k HDP se v tomto období jednalo o nárůst devizových rezerv z 15 % na 47 % HDP.

Současný měnověpolitický režim

Významným milníkem pro fungování centrální banky byl [nový zákon o Bank of Israel](#), který vstoupil v platnost v červnu 2010. Zákon definuje jako hlavní úkol BOI péči o cenovou stabilitu. Dalšími cíli jsou podpora hospodářské politiky vlády, zejména v oblasti ekonomického růstu, podpora zaměstnanosti a snižování sociálních rozdílů, a také stabilita i řádné fungování finančního systému. Všechny tyto sekundární cíle jsou stanoveny za podmínky, že tím nebude ohrožena cenová stabilita v průběhu času.³ Zákonem byl také od října 2011 zřízen Měnový výbor, který rozhoduje o nastavení měnové politiky a opatřeních vedoucích k dosažení cílů centrální banky. Výbor má celkem šest členů – guvernéra BOI (který je zároveň jeho předsedou), viceguvernéra a guvernérem jmenovaného zaměstnance Bank of Israel. Další tři členové jsou externí zástupci odborné veřejnosti, kteří jsou jmenováni vládou. Rozhodnutí jsou přijímána většinou hlasů a v případě rovnosti hlasů má guvernér dodatečný hlas.

Inflační cíl ve výši 1–3 % je platný od roku 2003 až do současnosti a centrální banka k jeho plnění využívá [řady nástrojů](#), přičemž tím hlavním nástrojem je krátkodobá úroková sazba. Její stanovené úrovně je dosahováno prostřednictvím operací na volném trhu – depozitních a úvěrových tendrů. V rámci nich BOI umožňuje bankovním subjektům ukládat přebytečnou likviditu na dobu jednoho dne či jednoho týdne, resp. si likviditu od centrální banky na tuto dobu vypůjčit. Vedle toho BOI poskytuje jednodenní depozitní a zápujční facility, jejichž úrokové sazby vytvářejí pásmo okolo základní úrokové sazby.

Bank of Israel také vydává krátkodobé dluhopisy, tzv. [MAKAM](#), které slouží ke stahování přebytečných finančních prostředků od veřejnosti a k usměrňování ekonomické aktivity, přičemž princip jejich fungování lze přirovnat ke krátkodobému bankovnímu vkladu. Tyto cenné papíry jsou určeny široké veřejnosti, jsou emitovány každý měsíc a lze s nimi obchodovat na telavivské burze cenných papírů. Jejich výnosy navíc slouží jako ukazatel inflačních očekávání pro období do jednoho roku, a pomáhají tak při rozhodování o nastavení měnové politiky.

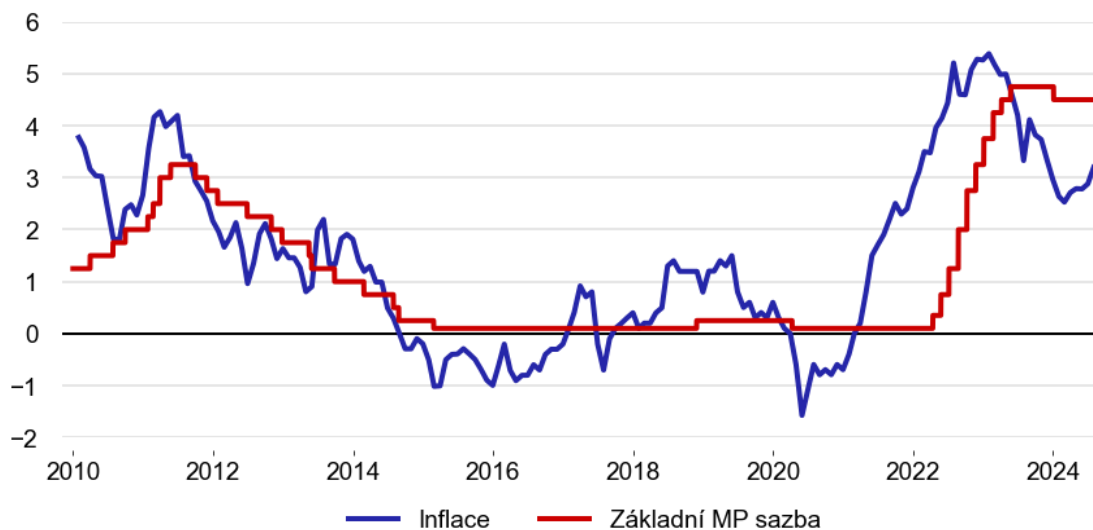
Vedle těchto nástrojů může centrální banka využívat již diskutované devizové intervence, které historicky prováděla zejména ke zmírnění negativních dopadů silného šekelu na inflaci a ekonomický vývoj. V minulosti během mimořádných období realizovala BOI také nákupy vládních dluhopisů. K nim přistoupila poprvé v době finanční krize 2008–2009 a následně během pandemie covidu-19.

Měnová politika Bank of Israel během pandemické krize⁴

Izraelská ekonomika se v předcovidovém období nacházela v dobré kondici, vypuknutí pandemie jí však – podobně jako celým světem – citelně otřásl. Vlivem přijatých opatření proti šíření nákazy došlo k prudkému poklesu HDP, který byl způsoben především výrazným propadem spotřeby domácností. Naproti tomu vývoz, zejména v oblasti high-tech služeb, pomáhal hospodářské škody mírnit. V důsledku snížení ekonomické aktivity poklesla cenová hladina za rok 2020 o 0,7 %. Významné podpory se izraelská ekonomika dočkala od obou hlavních hospodářských politik – měnové i fiskální. Základní úroková sazba byla na začátku krize na úrovni 0,25 %, což centrální bance ponechalo jen omezený prostor pro stimulaci ekonomiky prostřednictvím svého hlavního nástroje. Bank of Israel proto musela využít jiných opatření. Nejprve se zaměřila na zajištění řádného fungování dluhopisového trhu a poprvé od roku 2009 zahájila program nákupů vládních dluhopisů, aby dodala trhu likviditu a uvolnila střednědobé a dlouhodobé úvěrové podmínky. V dubnu 2020 BOI snížila základní úrokovou sazbu z 0,25 % na 0,1 % a spustila program poskytování úvěrů bankám za mimořádně nízké úrokové sazby, což mělo podpořit úvěrování malých podniků. Následně v červenci centrální banka poprvé v historii zahájila program nákupů korporátních dluhopisů na sekundárním trhu. Během roku také BOI intervenovala na devizovém trhu, aby zmírnila posilování šekelu a zamezila jeho nepříznivým dopadům na ekonomickou aktivitu. Celkový objem intervencí za rok 2020 dosáhl 21,2 mld. USD.

3 „Cenovou stabilitou v průběhu času“ se přitom rozumí situace, kdy Měnový výbor na základě nastavené měnové politiky očekává, že se míra inflace udrží v cílovaném rozpětí nebo se do tohoto rozpětí vrátí v období ne delším než dva roky. Inflační cíl je přitom určován izraelskou vládou po konzultaci s guvernérem centrální banky.

4 Následující část textu vychází z [výročních zpráv](#) Bank of Israel za roky 2020–2022.

Graf 1: Vývoj základní úrokové sazby a inflace v Izraeli (v %, inflace meziročně)

Zdroj: Bank of Israel.

Rychlé oživení ekonomické aktivity umožnilo centrální bance během roku 2021 postupně ukončit mimořádné programy zavedené v reakci na pandemickou krizi. Inflace od začátku roku 2021 výrazně zrychlila zejména vlivem oživení domácí poptávky a nárůstu globálních inflačních tlaků. Avšak ve snaze podpořit ekonomiku a s přesvědčením, že růst cenové hladiny byl částečně poháněn dočasnými faktory, ponechal Měnový výbor základní úrokovou sazbu po celý rok beze změny. Mimoto centrální banka pokračovala v nákupech státních dluhopisů až do konce roku a nadále intervenovala proti posilování šekelu. Objem devizových intervencí za celý rok dosáhl 35 mld. USD (téměř 8 % HDP), což bylo nejvíce od opětovného vstupu BOI na devizový trh v roce 2008.

V roce 2022 inflace dále rostla a v posledním čtvrtletí roku přesáhla 5 %. K předchozím nabídkovým i poptávkovým inflačním tlakům se na začátku roku přidaly i problémy v dodávkách energií a potravin kvůli vypuknutí války na Ukrajině. V reakci na vývoj inflace se Měnový výbor rozhodl postupně zpřísnovat měnovou politiku a od dubna do konce roku zvýšil základní úrokovou sazbu z 0,1 % na 3,25 %.⁵ Současně centrální banka nebyla poprvé od roku 2012 aktivní na devizovém trhu, kde vlivem nákupů zahraničních měn ze strany institucionálních investorů a rostoucího záporného úrokového diferenciálu vůči dolarovým sazbám došlo k oslabení izraelského šekelu vůči americkému dolaru přibližně o 10 %.

Rok 2023: návrat inflace do cíle, justiční reforma a začátek války s Hamásem⁶

V první polovině roku 2023 pokračovala BOI ve zvyšování základní úrokové sazby, která vystoupala až na 4,75 %. Inflace na začátku roku dosáhla svého vrcholu 5,4 % a poté začala postupně klesat směrem k horní hranici cílovaného rozpětí. Izrael se tak zařadil mezi země, které byly ve srovnání s ostatními státy OECD zasaženy zvýšenou inflací pouze mírně, a to především díky méně výraznému růstu cen energií. Ten byl výsledkem vyšší energetické nezávislosti, dlouhodobějších fixací kontraktů mezi výrobcí elektřiny a dodavateli zemního plynu a dočasného snížení spotřební daně z pohonných hmot a uhlí.

Na ekonomický vývoj Izraele měly od začátku minulého roku významný vliv vládou navrhované legislativní změny soudního systému. Finanční trhy vnímaly reformu jako ohrožení nezávislosti soudních institucí, což vedlo ke zvýšení nejistoty a vyvíjelo tlak na oslabení izraelského šekelu. Ten od ledna do září 2023 oslabil vůči americkému dolaru přibližně o 10 %, čímž zpomaloval návrat inflace do cílovaného rozpětí. I přesto izraelská ekonomika procházela procesem „hladkého přistání“, kdy v prostředí přísné měnové politiky rostla umírněným tempem při postupně klesající inflaci. Ekonomika se navíc vyznačovala nízkým poměrem veřejného dluhu k HDP, vysokými devizovými rezervami, přebytkem běžného účtu platební bilance, plnou zaměstnaností a silným high-tech průmyslem.

⁵ Meziroční inflace se nacházela nad horní hranici cílovaného rozpětí 1-3 % již od ledna 2022, avšak k prvnímu zvýšení úrokové sazby Měnový výbor přistoupil až v dubnu 2022. To mělo několik důvodů. Na začátku roku Výbor vyhodnotil, že se ekonomika ještě zcela nezotavila z pandemické krize. V Izraeli se navíc tou dobou rychle šířila koronavirová varianta omikron, která mohla zapříčinit pokles ekonomické aktivity v prvním čtvrtletí. Dalším důvodem bylo přesvědčení, že nárůst inflace je pouze dočasný, způsobený poruchami v globálních dodavatelských řetězcích a růstem cen komodit. V neposlední řadě panovaly obavy, že zvýšení úrokové sazby dříve, než tak učiní klíčové centrální banky (zejména americký Fed), by mohlo vést k nežádoucímu posílení šekelu.

⁶ Text věnující se událostem z roku 2023 a 2024 čerpá z [Bank of Israel Annual Report 2023](#) a [Monetary Policy Report First Half of 2024](#).

Přelomovým okamžikem roku byl útok teroristického hnutí Hamás na Izrael dne 7. října 2023, který přerušil do té doby příznivý ekonomický vývoj. HDP ve 4. čtvrtletí klesl o 4 % meziročně (viz Graf 2) v důsledku prudkého poklesu investic a soukromé spotřeby. Válka měla okamžitý dopad také na trh práce, neboť rozsáhlá mobilizace vojenských záloh, uzavření škol a evakuace obyvatel vedly k výraznému poklesu nabídky pracovních sil.⁷ Významně zasažen byl rovněž stavební sektor, kde kvůli konfliktu nemohlo do Izraele vstoupit přibližně 100 tisíc palestinských dělníků, kteří tvoří až třetinu pracovní síly ve stavebnictví. Vypuknutí války vedlo také k prudkému nárůstu napětí na izraelských finančních trzích, které se projevilo skokovým nárůstem rizikové prémie a výprodejem šekelu. Celková reakce trhů byla velmi negativní, a to i ve srovnání s předchozími střety Izraele s hnutím Hamás v posledních 20 letech.

Bank of Israel na situaci okamžitě reagovala a ještě před zahájením prvního obchodního dne oznámila plán prodeje až 30 mld. USD z devizových rezerv⁸ s cílem zmírnit volatilitu kurzu šekelu a zajistit likviditu pro řádné fungování trhů (centrální banka v tomto období intervenovala v opačném – apreciačním – směru, než bylo obvyklé při jejích předchozích intervencích). Současně BOI rozhodla poskytnout devizovému trhu další likviditu prostřednictvím swapových transakcí v objemu až 15 mld. USD. Oslabující trend šekelu se otočil až na konci října, kdy vůči americkému dolaru dosáhl nejslabších hodnot od března 2015. Od té doby začal šekel postupně posilovat a ve druhé polovině listopadu dokonce posílil pod předválečnou úroveň (viz Graf 3). Tento vývoj byl výsledkem intervenční aktivity BOI, která v říjnu a listopadu na obranu šekelu vynaložila celkem 8,5 mld. USD. Vliv mělo rovněž uklidnění finančních trhů, že se válka nejspíš nerozšíří do dalších oblastí.

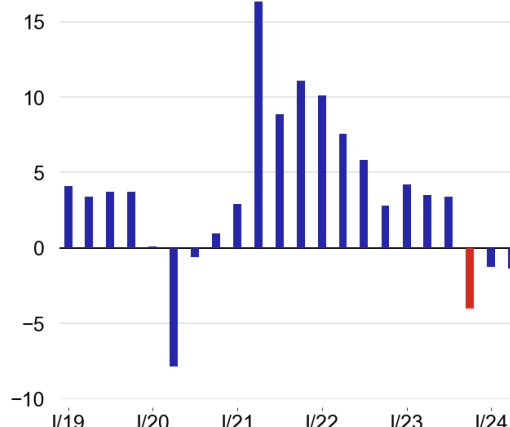
Kromě opatření na devizovém trhu se Bank of Israel zaměřila na pomoc domácnostem i podnikům a ve spolupráci s bankami spustila [program](#) na zmírnění jejich úvěrové zátěže. Předem definovaným skupinám dlužníků bylo umožněno odložit splácení úvěrů o 3 měsíce bez navýšení úroků a poplatků. Podobné opatření bylo později aplikováno i na pomoc držitelům kreditních karet. Vzhledem k pokračující válce byly oba programy v listopadu rozšířeny na další skupiny obyvatel ze severu Izraele. Do konce roku 2023 bylo přitom odloženo splácení u více než 300 tisíc úvěrů. Bankovní program na snížení úvěrové zátěže byl následně v prosinci a březnu dále prodloužen a rozšířen na další dlužníky.

Měnový výbor v říjnu rovněž aktivoval program repo operací, jehož cílem bylo poskytovat šekelovou likviditu institucionálním subjektům a podílovým fondům. Jako zástavu bylo přitom možné použít korporátní nebo státní dluhopisy.

Na začátku listopadu byla tato opatření [doplněna](#) cíleným programem zaměřeným na uvolnění úvěrových podmínek pro malé podniky a mikropodniky zasažené válkou v objemu až 10 mld. ILS (přibližně 2,6 mld. USD). Firmy, jejichž obrat v důsledku války klesl o 25 % a více, tak mohly získat bankovní úvěry za výhodnějších podmínek. Úvěry byly centrální bankou nabízeny proti úvěrům, které komerční banky poskytly dotčeným podnikům. Doba splatnosti byla určena na maximálně 2 roky s variabilní úrokovou sazbou, která byla o 1,5 procentního bodu nižší než základní úroková sazba BOI. V listopadu byl program rozšířen na nebankovní poskytovatele úvěrů a doba splatnosti byla prodloužena až na 3 roky.

Po zahájení války Měnový výbor také diskutoval možné snížení základní úrokové sazby, která od května zůstávala na úrovni 4,75 %. Prudký pokles ekonomické aktivity a riziko krachů podniků byly pádnými důvody pro uvolnění měnové

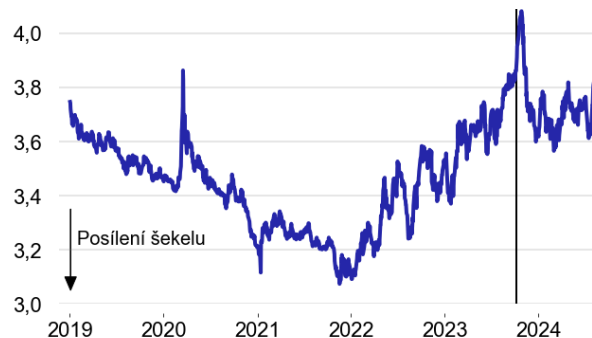
Graf 2: Růst reálného HDP Izraele (meziroční změny v %)



Pozn. Červeně je označen meziroční pokles ekonomické aktivity ve 4. čtvrtletí 2023 v důsledku vypuknutí války. V mezičtvrtletním vyjádření tehdy HDP poklesl o 5,6 %.

Zdroj: Trading Economics.

Graf 3: Vývoj kurzu izraelského šekelu k americkému dolaru (ILS/USD)



Pozn. Vertikální čára zachycuje začátek války Izraele s Hamásem v říjnu 2023.

Zdroj: Bank of Israel.

⁷ Po zhruba pěti týdnech od vypuknutí konfliktu se výzkumné oddělení Bank of Israel pokusilo vyčíslit dopady konfliktu na nabídkovou stranu trhu práce. V [analýze](#) odhadují, že náklady vzniklé absencí pracovníků dosahují až 2,3 mld. ILS týdně (přibližně 6 % týdenního HDP).

⁸ Na konci září 2023 činil objem devizových rezerv téměř 200 mld. USD, což představovalo 38,1 % izraelského HDP.

politiky. Na druhé straně však panovaly obavy, že by snížení úrokové sazby mohlo zrychlit inflaci v důsledku dalšího oslabení šekelu. Na říjnovém a listopadovém zasedání se Výbor rozhodl zaměřit především na stabilizaci trhů a snížení nejistoty a ponechal základní úrokovou sazbu beze změny. V listopadu Výbor zdůraznil, že měnová politika se může zaměřit na podporu hospodářské aktivity až poté, co se upevní stabilita na finančních trzích a inflace bude nadále směřovat do cílovaného pásma.

Volatilita na finančních trzích se i díky dříve přijatým opatřením na konci roku 2023 zmírnila. Současně docházelo k postupnému snižování inflace a inflační očekávání z různých zdrojů naznačovala, že se do cílovaného pásma vrátí již během prvního čtvrtletí 2024. Pozitivní byl také vývoj šekelu, který od listopadu výrazně posiloval a na konci roku dosáhl silnějších hodnot než před vypuknutím války. Měnový výbor proto rozhodl na začátku roku 2024 o snížení úrokové sazby o 0,25 procentního bodu na 4,5 %.

Na dalších zasedáních od února do srpna letošního roku Výbor ponechal základní úrokovou sazbu beze změny, a to zejména kvůli rostoucí geopolitické nejistotě. K jejímu zvýšení došlo vlivem nepříznivého vývoje konfliktu, obzvláště kvůli zapojení Íránu a rozšíření války i na sever Izraele, kde se hrozbou stalo libanonské hnutí Hizballáh. Výbor tak pokračoval ve strategii přijaté po vypuknutí války a soustředil se především na stabilizaci finančních trhů a snížení nejistoty. Ve prospěch rozhodnutí o ponechání úrokové sazby na úrovni 4,5 % byl i vývoj inflace, která po mírném zpomalení na začátku roku vykazuje od března rostoucí tendenci a v červenci dosáhla 3,2 %, čímž se znovu vrátila nad horní hranici cílovaného pásma.

Dohody o příměří mezi Izraelem a Hamásem stále vážnou, a ukončení války je tak v nedohlednu. Už nyní je však zřejmé, že tento konflikt je zcela jiného rozsahu než předchozí střety v posledních dvou dekadách, což izraelské ekonomice přináší značné výzvy. Pravděpodobně dojde ke změně vnímání bezpečnostní situace, což povede k výraznému a trvalému navýšení obranného rozpočtu. Ke změnám dojde i na trhu práce, kde [prodloužení povinné vojenské služby](#) sníží nabídku práce. Kromě toho může dojít k dlouhodobému zvýšení rizikové prémie, což by vedlo k vyšším nákladům na financování vládních i soukromých investic. Na druhé straně rozsáhlé investice do vojenských technologií mohou vzhledem k růstu geopolitického napětí i v jiných částech světa zvýšit jejich budoucí vývoz a izraelskou ekonomiku naopak podpořit. Válka bude mít jistě dopad i do dalších oblastí, a to v závislosti na jejím dalším průběhu.

Závěr

Izraelská ekonomika si během 70. a 80. let minulého století prošla obdobím hyperinflace, kterou se podařilo zastavit až díky komplexnímu plánu ekonomických reforem, jehož součástí byla i stabilizace směnného kurzu. V roce 1992 se Bank of Israel stala jednou z prvních centrálních bank, které začaly svou měnovou politiku provádět v režimu inflačního cílování. Od roku 2003 je inflační cíl stanovený ve výši 1–3 %. Ačkoli hlavním nástrojem pro jeho plnění je základní úroková sazba, izraelská centrální banka se historicky velmi často uchýlovala k devizovým intervencím, aby zmírnila negativní dopady posilujícího šekelu na ekonomickou aktivitu.

Poslední roky byly pro izraelskou ekonomiku mimořádně náročné. Centrální banka musela – stejně jako většina zemí světa – čelit výzvám pandemické krize i následnému vzestupu inflace. Rok 2023 přinesl ekonomice další těžkou zkoušku, kdy se nejprve potýkala se zvýšením nejistoty v důsledku vládou navrhované soudní reformy, a později v říjnu vypukl konflikt, který se stal bezprecedentní událostí za posledních dvacet let. Válka měla zpočátku silný negativní dopad na ekonomickou aktivitu, zejména na trh práce, zvýšila geopolitické napětí a vedla k výprodejům šekelu. Bank of Israel ihned reagovala spuštěním devizových intervencí ke zmírnění volatility kurzu a zavedením cílených programů na podporu zasažených domácností a malých podniků. Ve svých rozhodnutích se zaměřila především na stabilizaci trhů a snížení nejistoty. Bezprostřední dopady konfliktu se podařilo během prvních měsíců zmírnit, mimo jiné díky přijatým měnověpolitickým a dalším stabilizačním opatřením. Válka však stále trvá a navzdory určitému zlepšení makroekonomického vývoje má izraelská ekonomika i celá společnost před sebou ještě dlouhou cestu k návratu do běžného fungování.

Literatura

Bank of Israel (2007): „Inflation Targeting Revisited“, Bank of Israel, 3-7. ([ODKAZ](#))

Elkayam, D. (2003): „The Long Road from Adjustable Peg to Flexible Exchange Rate Regimes: The Case of Israel“, *Bank of Israel Working Papers 2003.04*, Bank of Israel, 4-21. ([ODKAZ](#))

Kreis, E. S. (1989): „The Inflationary Process in Israel, Fiscal Policy, and the Economic Stabilization Plan of July 1985“, *International Monetary Fund*. ([ODKAZ](#))

IV. VYBRANÝ PROJEV: John C. Williams: r^* – globální perspektiva

John C. Williams, předseda newyorského Fedu, se ve svém červencovém [projevu](#) zaměřuje na dlouhodobou přirozenou úrokovou míru a na její možný růst po dekádách jejího poklesu.

V úvodu svého projevu se předseda Williams zamýšlí nad tím, proč je přirozená úroková míra r^* – koncept, který je v samém středu měnové teorie – tak obtížně kvantifikovatelná. V nedávné době se přitom r^* vrátila do záře reflektorů.

Tři přístupy

J. C. Williams popisuje tři běžné přístupy k odhadování r^* z dat – použití statistické metody k extrakci dlouhodobějšího trendu, využití údajů z finančního trhu či průzkumů, nebo odhady na základě vlivu r^* na ekonomické údaje. Každý přístup přináší užitečné informace, ale každý též představuje významnou výzvu. Jednorozměrné statistické metody dostatečně nezohledňují ekonomické faktory, které ovlivňují úrokové míry, a jejich odhady mohou být nadměrně ovlivněny velkými makroekonomickými disturbancemi, jako byla například inflace v 70. letech. Data z finančních trhů a průzkumů zase podléhají problémům s měřením a říkají nám, co si lidé o r^* myslí, spíše než že by sloužily jako nezávislý zdroj informací ohledně r^* .

Z tohoto důvodu se J. C. Williams zaměřuje na odhady r^* získané z makroekonomických modelů, které nezávisí na datech z finančních trhů či průzkumů, konkrétně na odhady Holston-Laubach-Williamsova (HLW) modelu, který odvozuje přirozenou úrokovou míru skrze chování úrokových sazeb, inflace a HDP.

Světová nabídka a poptávka po úsporách a dlouhodobý pokles r^*

Odhady r^* v eurozóně a USA dramaticky poklesly v průběhu čtvrtstoletí předcházejícího pandemii covid-19 a v současnosti se nacházejí na podobných hodnotách jako před pandemií. Odhad r^* v eurozóně dle HLW modelu byl v roce 2023 0,5 %, což je v zásadě v souladu s analýzou ekonomů ECB.

Výrazný pokles odhadů r^* během desetiletí předcházejících pandemii je společný mnoha rozvinutým i rozvojovým ekonomikám a odráží vývoj spojený s globální nabídkou a poptávkou po úsporách. Ten zahrnuje klesající porodnost a poměrně nízký růst produktivity, které snižují poptávku po úsporách, a prodlužování délky života a zvyšování majetkové nerovnosti, které zvyšují nabídku úspor. J. C. Williams zdůrazňuje slovo „globální“, neboť ve světě otevřených kapitálových trhů se dá očekávat, že odhady r^* jsou vysoce korelované napříč zeměmi. Role společných a individuálních faktorů je viditelná skrze porovnání odhadů pro eurozónu a těch pro USA. Ačkoliv tyto dvě sady odhadů vykazují krátkodobé výkyvy, dominantním společným rysem je trvalý pokles r^* o dva procentní body během posledních 30 let. Prostředí nízké r^* tedy podle těchto odhadů přetrvává.

Roste opět r^* ?

Komentáře v poslední době však naznačují, že r^* vzrostla z důvodu nedávných, avšak perzistentních změn v rovnováze mezi nabídkou a poptávkou po úsporách. Ty souvisí s investicemi do umělé inteligence a obnovitelných energií a též s většími státními dluhy. Odhady r^* podle některých přístupů skutečně vzrostly nad předpandemické hodnoty. Například tržní míry v podobě pětiletých reálných sazeb na pět let dopředu pro eurozónu a USA vzrostly zřetelně nad odhady HLW modelu.

K tomu nicméně J. C. Williams poukazuje na dvě skutečnosti. Zaprvé, až donedávna vykazovaly vzdálenější reálné sazby zhruba podobný vzorec poklesu jako modelové odhady r^* . Zadruhé, odhady přirozené úrokové míry založené na tržních sazbách jsou volatilní. V letech před nedávným růstem spadly na velmi nízké úrovně, hluboko pod odpovídající odhady HLW modelu. To ukazuje na významnou a časově proměnlivou rizikovou prémii, která navádí k opatrné interpretaci toho, co trhy říkají o tom, jak r^* vnímají.

Ačkoliv je hodnota r^* vždy velmi nejistá, teze o zřetelném nárůstu r^* ještě musí splnit dva důležité testy. Zaprvé, vzhledem k propojenosti r^* mezi jednotlivými zeměmi budou faktory, které trvale zvyšují r^* , pravděpodobně globální povahy. Williams zde poukazuje na rozpor mezi evidencí z Evropy, kde je r^* stále velmi nízká, a argumenty v USA, podle nichž je r^* nyní blíže úrovním pozorovaným před 20 lety. Zadruhé, jakýkoli nárůst r^* musí překonat síly, které ji po desetiletí tlačily dolů. V tomto ohledu současná ekonomická data ukazují pokračování předpandemických trendů v globální demografii a slabém růstu produktivity. Některé argumenty pro vyšší r^* by měly jít ruku v ruce s vyšším růstem potenciálního produktu. Nicméně odhad růstu potenciálního HDP v rámci HLW modelu pro eurozónu a USA v roce 2023 se vůči hodnotám z roku 2019 téměř nezměnil, což je zároveň konzistentní s ostatními odhady růstu potenciálního HDP pro eurozónu a USA.

r^* a měnová politika

J. C. Williams končí svůj projev komentářem ohledně užitečnosti r^* . Zaprvé, r^* je explicitně či implicitně v jádru jakéhokoli makroekonomického modelu nebo rámce. Je důležité, aby se ekonomové snažili co nejlépe porozumět faktorům, které ovlivňují r^* a nejistoty s ní spojené, a aby co nejlépe rozuměli silám, které ovlivňují dlouhodobý vývoj ekonomiky. Zadruhé, vysoká míra nejistoty ohledně r^* znamená, že by se při hledání vhodného nastavení měnové politiky v daném okamžiku nemělo na konkrétní odhady r^* přehnaně spoléhat.

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
www.cnb.cz